

やはりECBの真意は時間稼ぎだった

発表日：2013年6月7日(金)

～当面は政策金利も非伝統的措置も様子見継続の方針～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 田中 理

03-5221-4527

- ◇ ECBは政策金利を据え置いたほか、新たな非伝統的な政策措置の導入を見送った。理事会後の記者会見でのドラギ総裁の発言からは、前回会合時ほどの追加緩和への積極姿勢が窺えない。政策金利、非伝統的措置ともに、当面は様子見継続の可能性が高まった。
- ◇ ECBは追加緩和の可能性を排除しない方針を示唆しているものの、①景気の回復時期と回復ペースに対する判断を慎重化しており、市場の追加緩和圧力を交わす布石を打っている、②マイナスの預金金利に関する発言をトーンダウンしている、③目先の数四半期を乗り切れば、景気が順調な回復軌道に復帰してくると判断していることから、追加利下げへの前傾姿勢は後退した印象がある。
- ◇ 追加緩和期待をつなぎ止めることで市場の緊張再燃を封じ込め、景気が回復軌道に復帰するまでの時間稼ぎをするのが、ECBの基本スタンスだ。目先の景気が大きく下振れするか、景気回復の前提となる世界景気の回復や金融市場の安定が崩れるか、年終盤になっても景気がプラス圏に浮上してこない場合に、追加利下げを改めて検討することになる。
- ◇ 非伝統的な政策措置としては、中小企業支援の一環で融資債権を担保としたABSの活用を検討しているが、規制の枠組みの見直しを含めた抜本的な制度設計が必要となり、実現には長い時間が掛かる。こちらも早期の政策対応は期待できない。

ECBは6日の政策理事会で政策金利を史上最低水準に据え置いたほか、新たな非伝統的な金融緩和策の導入を見送った。伝統的・非伝統的措置ともに追加緩和が見送られたことに意外感はないが、理事会後の記者会見でのドラギ総裁の発言からは、前回会合時ほどの追加緩和への積極姿勢が窺えなかった。

非伝統的な政策手段については、中小企業向け融資債権を担保とした資産担保証券(ABS)の活用、LTROの再実施、資金供給オペの担保基準の緩和などを検討した模様だが、何れも現時点での導入の必要性は認められないと判断した。前回会合ではABSの活用に向けた検討を他機関との間で正式に開始することを発表した。その実現には長い時間が掛かるとドラギ総裁自身も認めている。そもそも、欧州のABS市場は長らく機能不全に陥っているうえ、中小企業向けの融資債権をどのように値付けするかといった問題や、規制の枠組みの見直しを含めた抜本的な制度設計が必要となる。

金利の据え置き決定が“全会一致”だったかを問われたドラギ総裁は、「利下げを再開した前回会合以降に発表された統計データは、(銀行貸出の減少が加速するなど)信用面では芳しくないものもあったが、(PMI指数の悪化モメンタムが緩和するなど)マインド統計を中心に上向くものもあり、理事会メンバ

一の“大多数 (vastly prevailing consensus)” が現時点での追加緩和を正当化するだけの変化がなかったと結論づけた」と説明した。前回同様に「今後の経済・金融情勢に関するあらゆる情報を極めて注意深く見守り (monitor very closely)、必要に応じて行動する準備がある (stand ready to act)」と述べ、追加利下げの可能性を排除しない方針を示唆した。だが、以下の3点から、追加利下げへの前傾姿勢は後退した印象がある。

第1に、年後半の景気回復シナリオに関する発言のトーンがやや慎重化している点。前回会合の声明文では「景気は年後半 (in the second half of the year) に安定化に向かい、徐々に回復する」としていたのに対し、今回は「景気は年内 (in the course of the year) に安定化に向かい、徐々に回復するが、そのペースは緩慢なものにとどまる (albeit at a subdued pace)」とし、従来よりも景気の回復時期と回復ペースの双方について“曖昧さ”を持たせている。このことは、目先の景気が緩慢な推移を辿り、年後半の回復シナリオが崩れてきた場合にも、市場からの追加利下げを求める圧力を交わすための布石と考えることができる。

第2に、マイナスの預金金利に関する発言をトーンダウンしている点。前回会合でマイナスの預金金利の可能性について問われたドラギ総裁は、「預金金利をマイナスに引き下げる技術的な準備が出来ていることは過去に述べた通りだ。こうした政策には予期せぬ重大な結果を招く恐れがある。仮に実施を決断する場合には、それによって生じる結果に我々は対処する (will address and cope with these consequences, if we decided to act)。先入観を持たず (look at this with an open mind)、必要に応じて行動する準備がある」と答えた。これまでよりも踏み込んだ発言に、市場参加者はマイナスの預金金利も排除しない強い意志を感じ取った。

だが、今回の会合後の発言では、「我々は今日の会合で金融政策の伝達経路を回復させる様々な非伝統的な措置について広範な議論を行った。(～中略～)。このうち、長期リファイナンスオペ (LTRO) の実施は比較的容易で、その結果も予見可能だ。それに対し、預金ファシリティ金利をマイナスに引き下げる政策は、今日の会合でも話し合われ、実施に向けた技術的な準備は出来ているが、予期せぬ結果を招く恐れがある」と述べた。前回会合以降、一部の理事会メンバーからマイナスの預金金利に対して否定的な発言が出ており、ドラギ総裁が理事会メンバーの説得に難航している可能性がある。そもそも筆者は前回会合時の発言が、“弾切れ (追加緩和余地が乏しい現実)” を悟られることを恐れたリップサービスの類と捉えており、ECBの本音としては副作用の恐れがあるマイナスの預金金利に踏み込むことは極力避けたいと考えているのではないだろうか。

第3に、ECBスタッフの経済見通しで2014年の実質GDP成長率を小幅ながら上方修正している点。前回3月時点の見通しでは、実質GDP成長率が2013年に▲0.5%、2014年に+1.0%、インフレ率が2013年に+1.6%、2014年に+1.3%と予想していた。今回発表された新たな見通しでは、2013年の実質GDP成長率が▲0.6%に下方修正した一方、2014年を+1.1%に僅かながら上方修正した。インフレ率は2013年が+1.4%に下方修正、2014年は+1.3%と前回から不変。2013年の成長率の下方修正は、1-3月期の成長率実績の下振れが主因で、残りの四半期の成長率は平均で前期比+0.1%程度と前回予想時から殆ど変えていないものと推測される。一方、ECBは1-3月期の景気下振れや景気回復時期の後ズレも、2014年の回復シナリオを覆すものではないと考えている。つまり、目先の数四半期を乗り切れば、世界経済の回復による輸出の拡大、金融市場の緊張緩和による好影響の波及、低インフレによる実質購買力の増加に支えられ、ユーロ圏の景気も順調な回復軌道に復帰すると判断している訳だ。

こうした諸点から判断する限り、ECBは目先の景気が大きく下振れするか、景気回復の前提となる世界景気の回復や金融市場の安定が崩れるか、年終盤になっても景気がプラス圏に浮上してこない場合に、

追加利下げを改めて検討することになる。その場合、上下限金利の幅（コリドー）を現在の100bpsから50bpsに縮小する（上限金利を1.0%→0.50%、主要政策金利が0.5%→0.25%、下限金利をゼロに据え置き）ことで、まずは対応することが考えられる。マイナスの預金金利という未知の領域に足を踏み入れるまでに、ECBに残された利下げ余地はあと2回だ。追加緩和期待の後退で昨晚の欧州市場はユーロ高・株売り・債券売りで反応した。追加緩和期待をつなぎ止めることで市場の緊張再燃を封じ込め、景気が回復軌道に復帰するまでの時間稼ぎをするECBの戦略は吉と出るだろうか凶と出るだろうか。

以上